

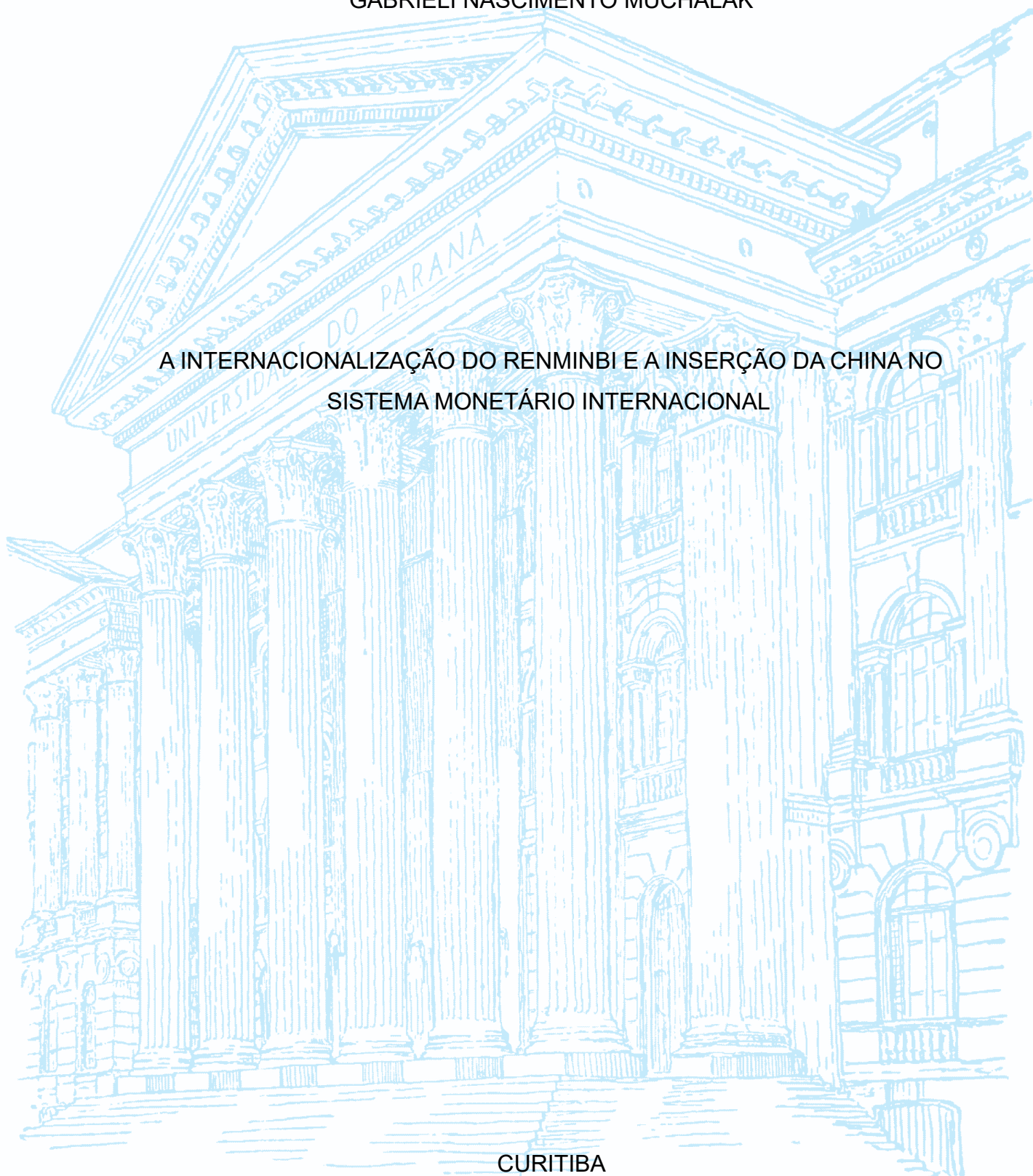
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GABRIELI NASCIMENTO MUCHALAK

A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E A INSERÇÃO DA CHINA NO  
SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

CURITIBA

2018



GABRIELI NASCIMENTO MUCHALAK

A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E A INSERÇÃO DA CHINA NO  
SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Demian Castro

Coorientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2018

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

GABRIELI NASCIMENTO MUCHALAK

### **A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RENMINBI E A INSERÇÃO DA CHINA NO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

---

Prof. Dr. Demian Castro

Orientador – Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

---

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

Co-orientador - Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

---

Prof. Dr. Igor Zanoni Constant Carneiro Leão

Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 4 de dezembro de 2018.

Dedico aos meus pais e avós.

## **AGRADECIMENTO**

Agradeço aos professores que defendem a educação pública, gratuita, universal, crítica e emancipadora. Especialmente àqueles que vivenciaram o dia 29 de abril de 2015, no Centro Cívico, em Curitiba.

Se sentou na Fazenda e no Banco Central, o grau de submissão aos mercados globais estáveis, à política do dólar do FED, à porcaria do ranking do risco é de tal ordem que todo mundo cumpre by the book. (Maria da Conceição Tavares, no documentário Livre Pensar, 2018)

## RESUMO

A despeito do crescimento pujante que a China tem demonstrado nas últimas décadas, sua moeda permanece marginal no Sistema Monetário Internacional (SMI). Percebendo as limitações que essa situação impõe, o país passou a implementar estratégias de internacionalização do *renminbi* (RMB), a “moeda do povo”, para reposicioná-la no sistema. A presente pesquisa toma como objeto de estudo a internacionalização do RMB. Em sua abordagem, oferece um debate sobre fatos históricos relevantes à sua contextualização, como o sistema de Bretton Woods, o padrão dólar flexível, a globalização financeira e a reestruturação financeira chinesa. O objetivo geral é avaliar o processo de internacionalização monetária, com respeito às características da economia chinesa e sua inserção no SMI. A hipótese é de que o processo represente uma estratégia defensiva, e não ofensiva à hegemonia do dólar. O aporte teórico fundamenta-se na Teoria Moderna da Moeda, mais especificamente, em sua abordagem cartalista. As considerações finais apontam para uma utilização ainda incipiente da moeda no plano internacional e salientam que o processo deve continuar transcorrendo de modo lento e gradual, uma vez que pode produzir efeitos contraditórios de vulnerabilização da economia chinesa frente às instabilidades da atual fase da globalização financeira.

Palavras-chave: China. *Renminbi*. Internacionalização monetária. Sistema Monetário Internacional.

## ABSTRACT

Despite the booming growth that China has shown in recent decades, its currency remains marginal in the International Monetary System (IMS). Considering the limitations that this situation imposes, the country started to implement strategies of internationalization of the renminbi (RMB), the "people's currency", in order to reposition it in the system. The object of this study is the internationalization of the RMB. It presents a debate on historical facts relevant to its contextualization, such as the Bretton Woods system, the flexible dollar pattern, financial globalization and Chinese financial restructuring. The main objective is to evaluate the process of monetary internationalization, according to the characteristics of the Chinese economy and its insertion in the SMI. The hypothesis is that the process represents a defensive strategy, and not offensive to the hegemony of the dollar. The theoretical approach is based on the Modern Money Theory, more specifically, on its Cartalist approach. The final considerations point to a still incipient use of the currency in the international scope and emphasize that the process must continue in a slow and gradual way, since it can produce contradictory effects of vulnerability of the Chinese economy to the instabilities of the current phase of the financial globalization.

Palavras-chave: China. *Renminbi*. Currency internationalization. International Monetary System.



## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 PARTICIPAÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA RPC NA TAXA DE CRESCIMENTO MUNDIAL (2008 – 2017) .....	p. 39
GRÁFICO 2 - COMPOSIÇÃO MONETÁRIA DAS RESERVAS OFICIAIS MUNDIAIS (1995 – 2018) .....	p. 41
GRÁFICO 3 - OS MAIORES DESAFIOS PARA A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB .....	p. 45

## **LISTA DE TABELAS**

TABELA 1 - ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS (2014 – 2016)

..... p. 40

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>ASPECTOS TEÓRICOS .....</b>	<b>13</b>
2.1	TEORIA DA INTERNACIONALIZAÇÃO MONETÁRIA .....	13
2.2	TEORIA CARTALISTA DA MOEDA E O SISTEMA MUNDO .....	17
<b>3</b>	<b>O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL .....</b>	<b>20</b>
3.1	BRETTON WOODS .....	20
3.2	O PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL .....	23
3.3	GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA .....	27
<b>4</b>	<b>INSERÇÃO DA CHINA NO SMI .....</b>	<b>31</b>
4.1	REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA .....	31
4.2	A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB .....	38
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>46</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>48</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em 2018, o líder do governo central da República Popular da China (RPC), Xi Jinping, anunciou incentivos para que os contratos de petróleo passem a ser cotados na moeda chinesa, o *renminbi* (RMB)<sup>1</sup>. Há apenas um ano o país havia superado os EUA em importação e consumo da *commodity*, tomando a liderança mundial. Os “petroyuanes”, bem como outras iniciativas acerca da internacionalização do RMB, foram interpretados por parte da mídia como um enfrentamento à hegemonia do dólar. Contudo, detentora de reservas expressivas além de ativos denominados na moeda americana, a RPC dificilmente teria interesse por sua desvalorização.

Uma leitura mais acurada rejeita a hipótese ofensiva e defende, em contrapartida, o caráter defensivo da “renminbização” da Ásia contra a instabilidade do Sistema Monetário Internacional (SMI). No final de 2008, enquanto a Crise do *Subprime* se alastrava pelo mundo, o *People’s Bank of China* (PBOC) iniciou a promoção do uso internacional do RMB ao passo em que os dirigentes chineses denunciavam a inconsistência e insustentabilidade do padrão dólar flexível.

A partir dessa perspectiva, estudar a internacionalização do RMB é um passo no sentido de compreender como a RPC está respondendo às limitações impostas pelo SMI aos países emissores de moedas não-conversíveis. Conquanto o sistema seja caracterizado pelo ancoramento no dólar fiduciário, pelo regime de câmbio flutuante e pela livre mobilidade dos fluxos de capitais, a RPC mantém seu câmbio administrado e alto grau de controle de capitais. Por outro lado, tem se encaminhado à abertura econômica e à modernização financeira.

Compreendemos que a abordagem do tema não poderia ser feita sem um debate preliminar a respeito de fenômenos históricos que caracterizam o ambiente em que se insere nosso objeto. Por isso, o capítulo 3 trata brevemente do SMI, abrangendo o contexto que se inicia na Conferência de Bretton Woods e culmina na globalização financeira. O capítulo 4 busca identificar a inserção da RPC nesse sistema e averiguar a natureza dos problemas macroeconômicos que essa inserção

---

<sup>1</sup> *Renminbi* é o nome oficial da moeda chinesa e significa “moeda do povo”. O que se convencionou chamar de yuan ou iuane é, na verdade, sua unidade de medida.

enseja, com respeito aos seus processos internos de transformação do regime de acumulação, desenvolvimento econômico e reestruturação financeira. Esses debates são apresentados de modo a salientar os fatos e aspectos mais relevantes à pesquisa. Por fim, esse capítulo alcança o objeto, realizando uma revisão da literatura sobre o processo de internacionalização do RMB, verificando o estado atual do processo, revelando suas principais dificuldades e avaliando o papel e interesses do Estado em implementá-lo.

O texto se constrói à luz da teoria apresentada no capítulo 2. O aporte teórico que orienta nossa interpretação do papel da moeda no cenário global parte da Teoria Moderna da Moeda (TMM), assumindo a abordagem cartalista (ou neo-cartalista), segundo a qual a moeda é vista como dívida e como criatura do Estado. A TMM salienta a perspectiva da economia política para o estudo da moeda. Subvencionados por esse aporte, buscamos evitar leituras exclusivamente mercadológicas, como aquelas que determinam que os acordos internacionais apenas ratificam a escolha do mercado, ou funcionalistas, como as que definem uma moeda internacional meramente como aquela que passa a cumprir suas três funções monetárias fora de seu país de origem. No entanto, subtrair completamente o papel da autoridade estatal nessa discussão nos parece tão equivocado quanto sobrevalorizá-lo. Por conseguinte, no exame de nosso objeto, realizamos também uma revisão da literatura *mainstream* que provê esse contrapeso.

Entendemos que a experiência chinesa tem muito a ensinar aos países em desenvolvimento, sobretudo sob a perspectiva histórica de busca de soluções para seus problemas econômicos que fugiu à mera tentativa de reprodução dos modelos ocidocêntricos ou à obediência ao receituário recomendado pelas diretrizes do Consenso de Washington. À parte dos debates sobre se a economia chinesa é socialista ou capitalista, ao longo do texto oferecemos argumentos de que o Estado arroga-se o poder de determinar os rumos econômicos e, nesse sentido, interessamos sua capacidade de elaborar estratégias de enfrentamento do dilema que arremata a conclusão dessa pesquisa: proteger sua economia (contra o SMI) ou internacionalizar sua moeda (contra o SMI)?

## 2 ASPECTOS TEÓRICOS

### 2.1 TEORIA DA INTERNACIONALIZAÇÃO MONETÁRIA

A literatura *mainstream* define uma moeda internacional como aquela capaz de desempenhar suas três funções no plano internacional: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Assim, ela serve como referência no mercado de câmbio, denomina preços no mercado de bens e serviços, bem como de títulos e obrigações, além de constituir fundos de investimentos e reservas oficiais de vários países. (ANDRADE; CUNHA, 2010; PRATES, 2004)

Contrariamente, uma moeda é inconvertível se não tiver aceitação internacional, não cumprindo com suas três funções fora do âmbito doméstico. A inconvertibilidade é uma característica das moedas emitidas por países da periferia do Sistema Monetário Internacional (SMI). A literatura explora essa situação demonstrando como a inconvertibilidade representa um obstáculo ao desenvolvimento. (CARNEIRO, 2008, p..2-3)

Uma visão liberal coloca sobre os agentes a escolha da moeda internacional de modo que, em última instância, seria o mercado o responsável por determinar a internacionalização de uma moeda. O papel dos governos seria liberalizar ou coibir o uso de sua moeda no exterior, garantindo-lhe maior ou menor convertibilidade e abrindo mais ou menos seus fluxos de capitais (ANDRADE; CUNHA, 2010). De modo divergente, a visão geoeconômica compreende a escolha da moeda-chave do SMI, bem como do regime cambial operante, “a partir de um compromisso hierárquico entre os países centrais que reflete as relações de poder entre esses países”. (PRATES, 2004, p.266)

Há outras condições citadas pela literatura, necessárias mas não suficientes, na determinação de uma moeda internacional. A primeira refere-se ao próprio peso da economia do país emissor nos mercados comercial e financeiro mundiais. Quanto maior esse peso, maior a aceitação da moeda pelos agentes. Um mercado de câmbio expressivo e um mercado interno grande contribuem na redução dos custos de transação nessa moeda. Nas palavras de Andrade & Cunha (2010, p. 18):

É importante perceber, aqui, que há ganhos de escala em uma moeda internacionalmente, já que os agentes a escolhem com base no fato de que muitos outros já estão se utilizando dela, criando *externalidades em rede*, o que quer dizer que, quanto mais participantes de um mercado realizarem transações em uma moeda, mais conveniente será para os outros fazer o mesmo. Isso aumenta a importância de fatores históricos (*path dependence*), e não unicamente econômicos e também favorece as grandes economias, pois elas têm melhores condições de explorar e reforçar esses ganhos.

A segunda condição diz respeito à estabilidade política do país, pois afeta as taxas de inflação e de câmbio que exercem pressão depreciativa sobre o valor da moeda. A volatilidade inviabiliza sua função de entesouramento e dificulta seus usos como meio de troca e unidade contábil. Nesse sentido, recomenda-se que o país conduza suas políticas monetária, fiscal e cambial de modo a conferir credibilidade e estabilidade à sua moeda. (ANDRADE; CUNHA, 2010)

O grau de desenvolvimento do mercado financeiro do país emissor é a terceira condição para a internacionalização de uma moeda. Nesse sentido, um sistema bancário e instituições financeiras bem desenvolvidos podem realizar operações de modo eficaz e seguro. (ANDRADE; CUNHA, 2010, CARNEIRO, 2008) Os graus de profundidade e liquidez do mercado contribuem para reduzir incertezas e custos de transação (He et al, 2015, p.7). Mas, por que razões um país poderia desejar internacionalizar sua moeda?

Cohen (2011) enumera cinco vantagens: redução dos custos de transação, senhoriagem internacional, flexibilidade macroeconômica, vantagem política e reputação. A primeira diz respeito aos benefícios conferidos aos residentes do país emissor em nível microeconômico como, por exemplo, a vantagem competitiva dos bancos domésticos ao criarem passivos externos denominados na moeda à qual têm acesso privilegiado. Ainda, a redução do risco cambial para empresas fazerem negócios internacionais ou a possibilidade do cidadão comum pagar por gastos no exterior em sua própria moeda.

Há divergência entre a literatura ortodoxa e heterodoxa acerca de ganhos de senhoriagem. Para Cohen (2011, p.16), há dois aspectos a serem considerados. Um deles resulta do fato de que moedas são passivos dos bancos centrais que não

pagam juros. Para que os países mantenham reservas de moedas internacionais necessitam, antes, obtê-las. Como normalmente o fazem mediante exportação de bens e serviços, esse acúmulo de reservas representa uma transferência de riqueza em benefício do país emissor ou, ainda, um empréstimo livre de juros. Para evitar ficar na posição de “emprestador que não recebe juros”, comumente os países utilizam parte de suas reservas na compra de ativos denominados na moeda internacional. No entanto, isso tampouco retira o país emissor da posição internacionalmente vantajosa e remete-nos ao segundo aspecto apontado por Cohen. Refere-se à circunstância segundo a qual a moeda internacional possui maior prêmio de liquidez entre as moedas. Devido a isso, a demanda por ativos nela denominados é alta e reduz os custos de emprestá-la (*borrowing*). Segundo o autor, um modo de medir esse benefício é através da diferença entre os retornos (mais altos) em ativos estrangeiros em posse do país emissor e o custo (mais baixo) de seus passivos externos.

Tomemos como exemplo o caso americano: o FED obtém ganhos sobre esse diferencial de retornos quando compra, em dólares, ativos externos que pagam juros. Segundo Feige (2011), o montante obtido em juros é remetido pelo FED ao Tesouro, de modo que os ganhos de senhoriagem provenientes da conservação de dólares por estrangeiros representam uma transferência líquida de recursos reais para os contribuintes americanos. Cerca de 85% das notas de dólar americano tem sua localização desconhecida, mas o autor estima que entre 30 a 37% encontrem-se fora do país. O último relatório oficial publicado pelo *US Treasury* data de 2006 e apontava a Rússia, a Argentina e a China como as maiores detentoras de dólares em nota, com respectivamente 80, 50 e novamente 50 bilhões (FEIGE, 2011).

Wray (2002) considera que a abordagem da senhoriagem é derivada do pensamento metalista e que interpreta a taxa de juros como uma variável endógena determinada pela oferta e demanda de uma moeda. Alternativamente, o autor oferece a abordagem da soberania, fundamentada na teoria cartalista, segundo a qual a taxa de juros é determinada exogenamente e, portanto, os fluxos de capitais internacionais não a afetam. A única forma de isso acontecer é se o regime cambial for fixo, pois as taxas de juros deverão ser ajustadas para manter a paridade fixada.



Para o autor, as vantagens que um país emissor de moeda internacional detém estão ligadas a uma questão de soberania:

Qualquer Estado soberano que tenha a capacidade de impor passivos tributários inevitáveis será capaz de: emitir moeda fiduciária; determinar de forma exógena as taxas de juros do *overnight*; realizar gastos deficitários, comprando bens e serviços, por meio de créditos nas reservas bancárias. (WRAY, 2002, p. 207)

Quando as nações optam por um regime de câmbio fixo ou emitem títulos em moeda estrangeira, contudo, estão abrindo mão de parte de sua soberania monetária. Devido a esse comportamento, necessitam obter superávits na moeda estrangeira e, nesse sentido, Wray (2002, p.207) concorda com o primeiro aspecto citado por Cohen, afirmando que “um déficit comercial produzido por nações demandantes de dólares para serem mantidos como reserva gera, de fato, a criação de um ‘almoço grátis’ para a economia norte-americana vista como um todo”. Uma implicação da abordagem da soberania é de que “ganhos de senhoriagem” podem ser obtidos por qualquer nação soberana de acordo com o nível de internacionalização de sua moeda.

A terceira vantagem elencada por Cohen (2011) é o afrouxamento que países emissores de moedas internacionais podem obter sobre o controle de seus Balanços de Pagamentos (BPs). Tal afrouxamento é tão maior quanto for o grau de internacionalização da moeda. No caso dos EUA, que emite a moeda-chave do SMI, essa condição é historicamente conhecida por “privilégio exorbitante”. A expressão foi cunhada pelo Ministro das Finanças da França, na década de 1960, quando o país era um dos maiores críticos da posição do dólar no sistema. Liberto do rigor na disciplina sobre suas contas externas, o país emissor de uma moeda internacionalizada goza de maior liberdade para perseguir seus objetivos internos de políticas monetária e fiscal. Embora o autor não realize esta relativização, ressaltamos que isso não implica que, pelo raciocínio oposto, países emissores de moedas inconvertíveis tenham um espaço de política macroeconômica necessariamente estreito. Retomaremos esse ponto no capítulo 4. Também discutiremos, no capítulo 3, os mecanismos monetários do privilégio exorbitante, pela perspectiva sraffiana da taxa de juros, como interpretada por Serrano.

Para aprimorar a dimensão política dessa questão, citamos a seguinte reflexão de Cohen (2011, p.17, tradução nossa) na qual entende a flexibilidade macroeconômica como uma dimensão da soberania de um país conferida pelo poder monetário:

Um governo é também poderoso na extensão de sua capacidade de exercer independência política - agir livremente, isolado de pressões externas e dissuadir-se da influência de outros. Nesse sentido, o poder não significa influenciar os outros mas, em vez disso, significa impedir os outros de influenciar você - os outros deixam que você siga seu caminho. Um sinônimo útil para esse significado de poder é soberania.

Por fim, as duas últimas vantagens são derivadas dessa soberania dizendo respeito ao prestígio (*soft power*) e poder político internacional (*hard power*) que a posição de emissor de moeda globalmente aceita confere ao país (ANDRADE; CUNHA, 2010, COHEN, 2011). E quanto às desvantagens?

Um dos riscos da internacionalização monetária é sua apreciação cambial que, embora represente um aumento do poder de compra para consumidores do país emissor, pode produzir efeitos negativos sobre a produção interna. Além disso, há o risco de acúmulo excessivo de obrigações externas, podendo causar movimentos voláteis sobre a moeda, o que dificulta a política de juros e pode atrapalhar os objetivos de política doméstica. Mas a maior desvantagem diz respeito à responsabilidade que o país emissor carrega na administração da estrutura monetária global. Para manter sua posição, precisa garantir a provisão de liquidez interna e externa e assumir o gerenciamento de crises globais (COHEN, 2011).

## 2.2 TEORIA CARTALISTA DA MOEDA E O SISTEMA MUNDO

O conceito de moeda que norteará nossa análise é o da Teoria Cartalista, haja vista que essa abordagem enfatiza as relações de dívida intermediadas pela autoridade estatal e se faz coerente com o objeto por adentrar a área de Economia Política Internacional. O termo cartalista surge na história do pensamento econômico com Georg Knapp, em sua obra *The State Theory of Money* (1905).

De acordo com essa abordagem, a moeda é criada pelo Estado quando este estabelece, por meio da lei, o que é aceito nos guichês públicos como meio de pagamento (WRAY, 2003, p.45). Uma vez que o Estado, como decorrência de seu monopólio da violência, impõe à população impostos, taxas e outras obrigações, as pessoas tendem a procurar o meio de pagamento aceito pela autoridade estatal para quitar suas dívidas. Logo, por essa perspectiva, não se pode separar a teoria da moeda da teoria do Estado (WRAY, 2003, p.43).

Embora países emergentes comumente fixem suas moedas ao dólar, o dinheiro moderno não tem lastro e denomina a maioria das dívidas, ativos e preços da economia (WRAY, 2012, p.46-50). Diferentemente das abordagens clássicas da moeda-mercadoria - que teria surgido espontaneamente com o desenvolvimento das relações de troca nas sociedades, como ocorre nas visões marxista e a neoclássica - a abordagem cartalista compreende a moeda como uma relação de crédito/débito sancionada pelo Estado.

Entretanto, fora do âmbito doméstico inexistente uma autoridade supranacional capaz de forçar o curso de uma única moeda em detrimento de outras. Então, o que dá validade a uma moeda nos mercados internacionais? Compreendemos que a resposta para essa pergunta, para além dos pontos teóricos apresentados no início deste capítulo, deve adentrar aspectos históricos da formação e da transformação do SMI. Para tanto, quatro aspectos fundamentais devem ser observados dentro de seu contexto histórico: a forma da moeda internacional, o regime cambial em voga, o grau de mobilidade de capitais utilizado e, por fim, a hierarquia das moedas (PRATES, 2005, p. 265). Longe de bastar-se em si, o SMI deve ser visto como um subsistema que abarca, especificamente, as relações monetárias dentro do Sistema Internacional que lhe é circunscrito (TORRES FILHO; POSE, 2016, p.3). Essa consideração é importante para que sigamos o pensamento cartalista, observando as relações entre moedas como uma expressão das relações interestatais que ultrapassam aspectos estritamente econômicos.

Segundo Fiori (2007, p.79-82), o Sistema Internacional hodierno tem suas raízes na formação dos Estados nacionais europeus, no século XVI. Seu desenvolvimento político e econômico sucedeu concomitantemente, formando “estados-economias nacionais” que são, desde o começo, máquinas de acumulação

de riqueza e de poder com uma tendência expansiva intrínseca. Para manterem a marcha de expansão que garante sua própria sobrevivência, colocam-se em um permanente estado de competição e de guerra. Teoricamente, o limite desse movimento seria a completa monopolização dos poderes político e econômico em nível global por um único Estado, o que não ocorre pois acabaria por destruir o mecanismo de acumulação que é a medula do sistema. A oligopolização é possível, no entanto, e se manifestou historicamente na forma de um pequeno grupo de Grandes Potências cujos poderes extrapolam as fronteiras nacionais.

Depreende-se da análise de Fiori que o Sistema Internacional, ou “sistema mundo”, está sempre em mutação, tanto pela força das Grandes Potências que não têm interesse pela simples preservação do *status quo* (FIORI, 2007, p. 81), quanto pela força dos Estados em ascensão, ávidos pela modificação dos poderes relativos em seu favor. Assim, podemos afirmar que o sistema monetário apresenta-se como uma das dimensões das disputas no sistema mundo e que o processo de internacionalização de uma moeda é uma expressão da tendência expansiva dos Estados em luta hegemônica. Coloquemos sob perspectiva histórica a caracterização do SMI desde a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, que teve lugar em Bretton Woods, nos EUA (1944).

### 3 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

#### 3.1 BRETTON WOODS

O “espírito da época” que marcou os debates entre os conferencistas remete ao final da Segunda Guerra Mundial, quando forças sociais e políticas convergiram no desejo de erigir uma ordem monetária internacional que ensejasse o desenvolvimento das nações, calcada na expansão industrial e no progresso social (BELLUZZO, 1995, p. 12). A experiência pregressa, desde que o padrão ouro-libra fora avariado pela Primeira Guerra Mundial e enterrado pela Crise de 1929, era de desordem monetária que alimentava a competição por meio de desvalorizações cambiais. Havia, portanto, uma convicção de que era urgente reinstaurar um equivalente geral que cumprisse as funções de padrão de referência, meio de pagamento e instrumento de entesouramento (CHESNAIS, 1996, p. 249). Com esse intuito, reuniram-se 730 representantes das 44 nações que compunham a Aliança das Nações Unidas buscando pactuar sobre uma nova institucionalidade que superasse as limitações que os sistemas anteriores impunham ao comércio internacional e às políticas macroeconômicas domésticas (CARVALHO, 2013, p. 4).

Reconhecer o propósito de atingir uma estabilidade macroeconômica que viabilizasse o desenvolvimento e a paz entre as nações, porém, não deve eliminar da análise os interesses auto-orientados alimentados pela competição intercapitalista dos Estados no sistema mundo. As necessidades de expansão dos EUA foram determinantes para que os resultados das negociações favorecessem essa potência que, doravante, viria a se impor sobre a Europa, a Ásia e o Oriente Médio, dando partida ao período de “hegemonia benevolente” que viabilizou os anos dourados do capitalismo (FIORI, 2007, p.83). Basicamente, dois grupos de interesses apresentavam-se ao diálogo: os EUA, que saiu dos conflitos bélicos como o grande credor do mundo, e os demais países devedores, representados pela Inglaterra. Seus porta-vozes eram, respectivamente, Harry Dexter White e John Maynard Keynes.

O plano proposto por Keynes requeria que a principal nação credora assumisse a responsabilidade de aliviar os problemas financeiros associados com a demanda por importações por parte das nações europeias que se recuperavam. No cenário pós-guerra, sem recursos para alimentar suas populações e reconstruir suas economias, era evidente que essas nações não conseguiriam obter superávits no balanço de pagamentos (BP) para acumular as reservas necessárias à importação de produtos americanos. Igualmente inviável seria a contração de empréstimos que financiassem seus déficits comerciais, devido ao risco de insolvência. (DAVIDSON, 2008, p. 8-9)

Opondo-se à doutrina do *laissez-faire*, que pressupunha o ajuste automático dos BPs no SMI, Keynes contra-argumentava que o livre comércio, as taxas de câmbio flexíveis e a livre mobilidade de capitais jogariam o fardo do ajustamento para o país em posição deficitária. Preconizava, por isso, a combinação de um regime cambial fixo, com controle de capitais e com um mecanismo de transferência do ônus do ajustamento do país deficitário para o superavitário. Para operar tal mecanismo, sugeria a criação de um banco supranacional que funcionaria como um banco central dos bancos centrais, a *International Clearing Union*. Essa instituição emitiria uma moeda de caráter também supranacional, o *bancor*, que não seria passível de entesouramento, teria paridade com o ouro apenas para fixação de uma unidade de conta e seria a referência para a determinação das taxas de câmbio das moedas nacionais, em um regime fixo mas ajustável. Através do *bancor*, a *Clearing Union* administraria as necessidades de liquidez internacional e reequilibraria os BPs entre países, liquidando saldos entre bancos centrais. A adoção desse plano, que incluía também recomendações de regulação dos fluxos de capital, resolveria desequilíbrios internacionais que penalizavam a periferia do sistema, salvaguardaria os mercados financeiros globais e, simultaneamente, promoveria o pleno emprego, o rápido crescimento econômico e a estabilidade do padrão de vida universais. (BELLUZZO, 1995, p. 13; DAVIDSON, 2008, p. 5-8; PRATES & CINTRA, 2007, p.6-8)

O Plano White, por sua vez, previa inicialmente a constituição de um Banco Internacional e de um Fundo de Estabilização também com funções de provisão de liquidez ampliada e de reajustamento dos BPs deficitários. Contudo, o andar das

negociações pendeu para a criação de instituições multilaterais com poderes de regulação aquém das propostas de reforma de ambos os porta-vozes. (BELLUZZO, 1995, p.13) O Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial surgiram essencialmente como instituições de financiamento, a primeira fornecendo empréstimos de curto prazo para reequilíbrio dos BPs e a outra concedendo empréstimos de longo prazo voltados ao setor privado. (DAVIDSON, 2008, p. 6)

Os acordos de Bretton Woods estabeleceram um padrão ouro-dólar no qual os EUA manteriam uma taxa de câmbio fixada aos seus estoques de ouro, ao preço de 35 dólares/onça. Essa escolha se justificava porque o padrão ouro fora uma convenção já praticada pelos países integrados ao padrão ouro-libra, que vigorara entre 1870 e 1914. Assim, o ouro contava com um histórico como objeto universal de preferência por liquidez. A conversibilidade dólar/ouro, garantida pelo governo americano a preço fixo, tinha como efeito transferir a preferência por liquidez da *commodity* à moeda, de modo que se dizia que “um dólar era *as good as gold*” (WRAY, 2012, p.45). Já as taxas de câmbio das demais moedas eram referenciadas ao dólar, fixas mas passíveis de variações decididas pelos Estados. A implicação prática dessa configuração foi relegar funções que deveriam ser supranacionais ao controle da autoridade monetária da nação hegemônica. Segundo Belluzzo (1995, p. 13):

O enfraquecimento do Fundo, em relação às ideias originais [como propostas por White], significou a entrega das funções de regulação de liquidez e de prestador de última instância ao Federal Reserve. O sistema monetário e de pagamentos que surgiu do Acordo de Bretton Woods foi menos “internacionalista” do que desejariam os que sonhavam com uma verdadeira “ordem econômica mundial”. O problema do FMI não é seu poder excessivo, mas sua deplorável submissão ao poder e aos interesses dos Estados Unidos.

Se por um lado a vontade americana se fez prevalecer nas negociações de 1944, por outro algumas das recomendações de Keynes acabaram sendo implementadas nos anos subsequentes, dando início à chamada Era Keynesiana. Nesse sentido, Davidson (2008, p.11) argumenta que os EUA criaram o Plano Marshall, além de outras concessões e programas de assistência, com o intuito de evitar que o eleitorado europeu passasse a apoiar o comunismo ao ver-se diante de

perspectivas pouco promissoras oferecidas pelo sistema convencional de Bretton Woods. Além dessa motivação geopolítica, a reconstrução das economias arrasadas significava também a reconstrução dos mercados para produtos americanos. Segundo o autor, durante os anos de 1947 a 1951, o Plano Marshall custou dois por cento do Produto Interno Bruto americano e, em contrapartida, os empregos gerados pela demanda por produtos de exportação foram significativos a ponto de o governo federal dispensar soldados das forças armadas para o mercado de trabalho. Eichengreen (2011, p.47), explica o Plano Marshall para a Europa e o Plano Dodge para o Japão como uma aposta dos *policy makers* americanos de que, com a reconstrução desses países e a reconversão da indústria da guerra para tempos de paz, a demanda por produtos americanos cresceria.

### 3.2 O PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL

A Era Keynesiana, caracterizada por altas taxas de emprego e de crescimento com estabilidade de preços, durou até o início dos anos 1970. Seu fim selou também o fim do sistema de Bretton Woods, para o que a literatura fornece diferentes explicações. Na arguição de Belluzzo (1995, p.14), os EUA foram incapazes de sustentar o padrão ouro-dólar na medida em que uma deterioração crescente de seu BP acarretava uma oferta excessiva de dólares. Atribui tal deterioração à ascensão econômica de países como Japão e Alemanha, que reconstruíram suas indústrias segundo padrões mais flexíveis às mudanças tecnológicas e organizacional.

Para Davidson (2008, p.12-13), o processo teria começado com os primeiros resultados negativos no BP americano, registrados em 1958, atribuídos à redução da dependência das nações em recuperação econômica em relação aos EUA. As economias reconstituídas ao longo de mais de duas décadas transitaram para posições superavitárias e passaram a comprar reservas de ouro de Fort Knox. A alteração do estoque de ouro, sob um padrão de dólar lastreado, impedia a manutenção da conversibilidade. Sob pressão das consequências do sucesso do



próprio sistema, já que este propiciou a reconstituição das economias arruinadas, os EUA unilateralmente retirou-se de Bretton Woods no ano de 1971.

Chesnais (1996, p. 250) também confere ao nível das reservas de ouro americanas a impossibilidade de manter a paridade dólar-ouro que resultou no fim de Bretton Woods. Para o autor, a conversibilidade vinha sendo minada desde 1965 pela excessiva criação de meios de pagamento cuja conversão ao ouro acabou sendo pleiteada por outros países. A emissão desenfreada de dólares explicava-se pela conjunção do déficit interno, com a explosão da dívida federal, ao déficit externo, agravado pelo financiamento da Guerra do Vietnã.

Para Serrano (2002, p.245 -247), essa explicação amplamente aceita, baseada no Dilema de Triffin<sup>2</sup>, é equivocada pois adota a hipótese de que a “velocidade de circulação” do ouro seria constante, como herança do pensamento monetarista. Alternativamente, o autor oferece uma interpretação que coloca como elemento central do fim de Bretton Woods, não a redução dos estoques de ouro do FED, mas o interesse americano em desvalorizar o dólar para desacelerar a perda de competitividade dos EUA.

Adotando a abordagem sraffiana da taxa de juros, Serrano (2002, p.238 - 252) entende que um Estado não corre o risco de default sobre as dívidas que contrai determinadas na moeda de sua própria emissão e, por conseguinte, tem o poder de determinar a taxa de juros básica da economia. Ou seja, na abordagem de Sraffa, a taxa de juros é exógena como consequência da moeda ser endógena. Essa interpretação pode ser expandida a partir de uma economia fechada para uma economia aberta se, e somente se, o Estado em questão for o emissor da moeda-chave do sistema internacional. Forma-se, do ponto de vista monetário, um sistema centro-periferia em que o país central tem risco zero de default sobre sua dívida externa e, como efeito dessa peculiaridade, determina a taxa de juros básica da economia internacional. O funcionamento desse sistema confere ao país central o

---

<sup>2</sup> Segundo Triffin, o crescimento do comércio internacional requer o aumento das reservas globais da moeda-chave, o que gera déficits persistentes no BP da economia central que a emite. A contradição surge porque essa excessiva emissão monetária modifica a relação moeda-chave/ouro, deteriorando o lastro. O Dilema de Triffin é este: “de um lado, se o país central tem déficits persistentes, a conversibilidade e a persistência do sistema serão ameaçadas. Mas se, por outro lado, o país central evitar déficits na balança de pagamentos à guisa de manter a moeda-chave com uma cobertura razoável em ouro, o comércio mundial não poderá crescer satisfatoriamente, pois haverá uma crônica falta de liquidez internacional”. (SERRANO, 2002, p. 246)

poder de obter déficits em sua BP, pois tratam-se de dívidas denominadas na moeda-chave, cuja emissão ele monopoliza.

Sob o padrão ouro-dólar, porém, há uma amarra imputada ao país central, qual seja, manter a paridade de preços entre sua moeda e o ouro, pois é esta plena conversibilidade que garante o financiamento dos déficits em seu balanço de pagamentos. Se a paridade não for mantida, os demais países podem passar a preferir que seus pagamentos sejam feitos em ouro e o sistema entra em derrocada. Decorrem dessas condições outras duas obrigações: não incorrer em déficits crônicos na conta corrente e não tomar a iniciativa de desvalorizar sua própria moeda.

Serrano constrói a equação para o BP de uma economia:

$$VO + VACP = X - M + RLX - VALP$$

onde VO é a variação líquida do estoque de ouro, VACP é a variação dos ativos externos de curto prazo,  $X - M$  é a balança comercial, RLX é o saldo dos serviços de fatores e VALP é o saldo dos fluxos de capital de longo prazo. Reordenando-a:

$$X - M + RLX = (VO + VACP) + VALP$$

onde o lado esquerdo contabiliza o nível da conta corrente e o direito, os fluxos de capitais e reserva de ouro que a financiam. Se esse país ficar deficitário no BP por remeter demasiadamente capitais de longo prazo para o exterior, os países superavitários responderão aplicando em ativos de alta liquidez no próprio país central. Ou seja, na prática, o envio de capital de longo prazo (VALP) pelo país central é compensado pelo recebimento de capital de curto prazo (VACP). Nesse caso, não ocorre variação de ouro (VO). Se essa compensação não ocorrer espontaneamente, o país central pode atrair esses capitais (VACP) aumentando sua taxa de juros. O autor descreve conclusões misnkyanas desse esquema, “o país central estimula a demanda efetiva do resto do mundo com seu déficit comercial e,

ao mesmo tempo, ao investir em longo prazo e captar a curto prazo, provê liquidez para o resto das economias” (SERRANO, 2002, p. 240).

O essencial da análise de Serrano é que o país central pode evitar a variação nas reservas de ouro manipulando a taxa de juros mundial e reorientando os fluxos de capital. Esse privilégio se assemelha com a função que a *Clearing Union* teria como banco central dos bancos centrais, porém, concedido por Bretton Woods ao FED. Analogamente ao Dilema de Triffin, o autor apresenta seu “Dilema de Nixon”: o governo americano queria desvalorizar o dólar para recuperar a competitividade externa sem, no entanto, comprometer seu papel no SMI. Assim, em 1971, os EUA decretaram a inconvertibilidade do dólar em ouro e, em 1973, iniciaram a desejada desvalorização. (SERRANO, 2002, p.238 - 249)

O fato modificou as características do SMI da seguinte forma: o câmbio fixo tornou-se flutuante ou flexível e os fluxos de capitais foram sendo progressivamente liberalizados ao longo dos anos, com velocidades diferentes entre os países, e sob forte influência da ideologia neoliberal e do avanço da globalização financeira. É importante ressaltar, contudo, que nem todos os países integraram-se rapidamente ao sistema, como é o caso da China que, veremos adiante, até hoje mantém aspectos de sua economia fechados. O padrão ouro-dólar, ao ser substituído pelo padrão dólar flexível, desamarrou o país central da necessidade de manter a paridade de preços entre a moeda e a *commodity*. Ou seja, o dólar deixou de ser vinculado a qualquer mercadoria real e tornou-se “a primeira moeda reserva global sem lastro na história” (PRATES & CINTRA, 2007, P.4). Através da taxa de juros, determinada por sua autoridade monetária, os EUA passaram a variar a paridade do dólar para com outras moedas, no tom de seus interesses.

No novo padrão monetário, o dólar permaneceu como a divisa-chave, passando a ser chamado de “fiduciário”. Esse termo, no entanto, não parece adequado ao nosso aporte teórico porque significa que o valor da moeda, não mais se atrelando a uma mercadoria, passa a se expressar por uma relação de confiança (que é um sinônimo para a palavra “fidúcia”). Como argumentamos no início deste capítulo, compreendemos que a moeda expressa, antes, uma relação de força imposta pela autoridade estatal através da dívida. Em outros termos, entre os fatores explicativos para o lugar privilegiado do dólar na economia mundial, o poder político

dos EUA é central. De modo mais preciso, Tavares (1985, p. 28-29) aponta o poder político-ideológico e econômico-financeiro logrado pelos EUA para enquadrar seus rivais e aliados. Fiori (2007, p. 85) considera que a retirada americana de Bretton Woods foi uma estratégia de “fugir para frente”:

A “crise do dólar”, no início dos anos 1970, não foi um acidente nem foi uma derrota, foi o resultado de um período de sucesso econômico e foi também uma mudança planejada da estratégia econômica internacional dos Estados Unidos, feita com o objetivo de manter a autonomia da política econômica e preservar a liderança mundial da economia norte-americana.

A nova fase do SMI era uma nova fase do sistema mundo como um todo e iniciou-se turbulenta, com um generalizado questionamento da hegemonia americana. Na literatura econômica sobre o tema, relativa às décadas de 1970 a 1990, consagraram-se as produções de Tavares (1985) que utilizaremos como referência. Segundo a autora, a flexibilização das taxas de câmbio somadas à ondas especulativas sobre as moedas, levou os países deficitários a perderem completamente o controle de seus BPs. Vários países, de capitalismo maduro ou tardio, acabaram submetidos ao alinhamento automático com a política econômica cêntrica. Isso significa que precisaram acompanhar os movimentos americanos de câmbio, taxa de juros e políticas monetária e fiscal. Tavares (1985, p.36) examina o mecanismo da seguinte forma:

O ‘equilíbrio macroeconômico’ da economia mundial, dada a ‘dolarização’ generalizada do sistema de crédito, obriga a maioria dos países a praticar políticas monetárias e fiscais restritivas e a obter superávits comerciais crescentes para compensar a situação deficitária global da potência hegemônica. Estas políticas, por sua vez, esterilizam o potencial de crescimento endógeno das economias nacionais e convertem os déficits públicos em déficits financeiros estruturais, inúteis para uma política de reativação econômica de corte keynesiano.

Pelo lado do país central, as políticas monetárias e cambiais levadas a cabo, com o intuito de resolver seus desequilíbrios comerciais, acarretaram a contínua desvalorização do dólar. No contexto em que muitos países clamavam pela implementação de uma nova ordem monetária internacional, o presidente do FED, Paul Volcker, retirou-se da reunião do FMI de 1979 e elevou as taxas de juros

americanas. Como reflexo do “choque de Volcker”, todas as moedas internacionais foram forçadas a desvalorizações. O efeito global da chamada “diplomacia do dólar forte” foi que a economia global precipitou-se em recessão por três anos, com países devedores declarando bancarrota e os demais realizando ajustes fiscais. (TAVARES, 1985, p. 31-37)

### 3.3 GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

A despeito dos efeitos contraproducentes tanto para a economia doméstica quanto global, o dólar forte consagrou a hegemonia financeira do país no plano geoeconômico. Do lado das continuidades, o privilégio de autofinanciar seus déficits de BP continuou existindo para o país central<sup>3</sup> (WRAY, 2012, p.133). Isso foi feito mediante o crescimento da emissão de títulos da dívida pública americana, que serviam como reserva de valor e ativo financeiro de risco zero, acumulados por quase todos os Estados do mundo - e dos quais a China foi, paulatinamente, tornando-se a maior detentora. A securitização da dívida pública americana representou o marco inicial da *debt economy*, “verdadeiro câncer da economia mundial” (CHESNAIS, 1996, p.251).

Embora seja pertinente aos propósitos da pesquisa uma revisão mais aprofundada das imbricações da liberalização monetária com a desregulamentação financeira e a abertura dos mercados de capitais nacionais, ressaltaremos apenas alguns de seus aspectos. Esses três processos formam a malha intrincada do que viria a ser chamado mundialização ou globalização financeira, um conjunto de condições históricas que deram impulso à capacidade de valorização autônoma do capital monetário.

O primeiro aspecto é que a securitização das dívidas públicas nacionais acarretou uma expansão das técnicas de financiamento por emissão de títulos que se estendeu às grandes empresas públicas e privadas. Esse movimento, em princípio, significava uma transferência da riqueza da esfera produtiva para a esfera

---

<sup>3</sup> De acordo com Wray (2012,p.135), as duas principais razões pelas quais os EUA incorrem em déficits persistentes em seu BP são: praticamente todas suas dívidas externas são em dólares e a demanda externa por ativos denominados em dólar é alta.

financeira. Contudo, como a falta de regulamentação ensejou o surgimento dos mais diversos novos produtos financeiros, parte dos ativos foi se descolando da economia real para expressar valores amplamente fictícios. Por um lado, essa situação alimentou a formação de bolhas que evidenciam a instabilidade do sistema. Por outro, a instabilidade não penaliza propriamente os principais atores do jogo financeiro. (CHESNAIS, 1996, p. 262 - 263)

A explicação para tanto reside em um segundo aspecto que desejamos abordar. Sob impulso do neoliberalismo, a internacionalização das atividades bancárias sem contenção de mecanismos de controle fez com que o multiplicador bancário criasse crédito de modo exponencial. A pirâmide de obrigações globalizada foi crescendo, englobando países da periferia do capitalismo que, altamente endividados, tiveram suas economias dolarizadas e com setores inteiros vendidos. Se adotarmos o sentido de determinação keynesiana de que investimentos geram poupança, não o contrário, temos como resultado que o empréstimo aos países periféricos leva à formação de poupança no país central - além de não representar nenhum “sacrifício” a este pois os créditos são gerados “como que por encanto”. (CHESNAIS, 1996, p. 255 - 257)

No entanto, quando falamos do país central certamente não nos referimos ao conjunto de sua população que, em sua maioria, compõe também a base sustentadora do sistema. Referimo-nos, antes, a uma relação especial entre os governos e a classe rentista. Chesnais (1996, p.259 - 260) destaca a classe rentista como aquela que se beneficiou em todas as instâncias e que ganhou poder sobre o próprio Estado à medida em que um naco cada vez mais expressivo de seu orçamento voltava-se para o pagamento da dívida pública. O autor afirma que:

Todo Estado que não esteja disposto a abrir um confronto direto com os ninhos de capital monetário concentrado de seu país (bancos, grandes companhias de seguros) é obrigado a acompanhar ou até antecipar-se aos demais. Com efeito, a manutenção de controles e restrições maiores do que se pratica em outras praças financeiras só pode dar em desviar os operadores, e seus fundos, para as praças onde reina a “liberdade de empreendimento” em matéria financeira.

Interessa a esta pesquisa verificar de que maneira a China foi respondendo a essa conjuntura global através de questionamentos como: com que rapidez e profundidade o país, que até o final da década de 1970 tinha sua economia fechada

e altamente planejada, implementou seu próprio processo de desregulamentação e desintermediação financeira? No contexto de globalização financeira, como a China opera seu regime cambial e seus fluxos de capitais em combinação com seus objetivos de desenvolvimento? Como a Crise de 2008, que teve início na esfera financeira do país emissor da moeda-chave do SMI, refletiu sobre as decisões dos *policy makers* chineses? E, principalmente, como esse país, com uma economia que veio se tornando cada vez mais importante no globo, responde ao sistema monetário baseado no dólar flexível que projeta o poder americano? O capítulo a seguir apresenta elementos que permitem responder, ainda que não a contento, essas perguntas.

## 4 INSERÇÃO DA CHINA NO SMI

Falar da inserção chinesa no SMI é falar, sob certa ótica, do modo como o país responde à globalização financeira, o que, por sua vez, significa falar da postura tomada frente à hegemonia do dólar. Para que possamos compreendê-la, procederemos um resgate histórico que provê elementos de sua inserção financeira externa através de mudanças institucionais. Essas mudanças ocorreram no bojo de uma transição econômica cujo início é datado do final da década de 1970. Desde então, o estudo do regime de acumulação e do modelo de desenvolvimento chinês tem apresentado desafios para o aparato conceitual tradicional das Ciências Sociais e Econômicas. Socialismo de mercado, capitalismo de Estado, *dual track system* (um sistema híbrido) ou, ainda, uma via inédita de organização produtiva?

Enquanto estudiosos no Ocidente divergem em suas interpretações, os líderes do Partido Comunista Chinês (PCCH) usam a expressão “socialismo com cara chinesa”, caracterizado por uma significativa participação estatal no capital nacional, pelo controle sobre os setores que foram paulatinamente abertos ao capital privado (nacional e estrangeiro) e por amplos Planos Quinquenais de desenvolvimento. Vejamos como se chegou à constituição desse sistema misto pela ótica das transformações financeiras. Para tanto, o histórico seguinte toma como referência a dissertação de mestrado de Miguel Henriques de Carvalho (2013).

### 4.1 REESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA

Até a metade do século XX, a China viveu seu “Século da Humilhação”, marcado externamente pela subjugação econômica e militar ao Japão e ao capitalismo industrializado ocidental e, internamente, pela guerra civil. Devido a esse longo período de derrotas advindas de conflitos internos e externos, encontrou grandes dificuldades para se desenvolver.

A Revolução de 1949 começou uma reconstrução das instituições, fundou a República Popular da China e instituiu a economia planificada. Este período, conhecido como Maoísta, perdurou até 1976 com uma economia bastante fechada e



estatizada. O sistema monobancário centralizava as funções de banco central e comercial no *People's Bank of China* (PBOC), subordinado ao Ministério das Finanças e ao Conselho de Estado. Era responsável pelo controle do sistema de pagamentos, atuava como depositário das reservas internacionais, realizava a emissão de papel-moeda e monitorava a implementação do planejamento econômico. A principal origem dos fundos do PBOC eram os lucros das empresas estatais, estas, de capital fechado.

A partir de 1978, reformas econômicas levadas a cabo por Deng Xiaoping lançaram as bases para uma profunda mudança estrutural das forças produtivas e para uma reinserção da RPC na economia global. Contudo, essa reinserção deu-se de modo gradual, controlado, planejado e, até hoje, incompleto.

No quadro das reformas, o PBOC ganhou maior permissão às operações de crédito, antes muito restritas. Suas funções foram divididas entre quatro bancos: o *Agricultural Bank of China* (ABC), restabelecido em 1979 para concentrar as operações bancárias no campo; o *Bank of China* (BOC), efetivado naquele mesmo ano como instituição bancária responsável pelas transações internacionais; o *People's Construction Bank of China* (CCB), também de 1979, que financiava os investimentos em ativos fixos e, finalmente, o *Industrial and Comercial Bank of China* (ICBC), que data de 1984, encarregado das funções comerciais nas cidades. Com a instituição dos “*Big Four*”, o PBOC assumiu o papel exclusivo de banco central, controlando os juros e o crédito, bem como supervisionando os quatro grandes.

Os *Big Four* operavam seguindo as diretrizes apresentadas no Plano de Crédito, formulado pelo Conselho de Estado, pelo Ministério das Finanças e pelo PBOC. A elaboração deste documento era fundamentada em objetivos a serem alcançados pelo planejamento macroeconômico, de modo que o crédito fosse direcionado de acordo com os setores econômicos a serem estimulados.

Ao mesmo tempo, as empresas estatais foram obtendo maior autonomia e retendo uma parcela de seus lucros. No período maoísta, funcionavam como principais fontes de recursos para o sistema financeiro e arcavam com os encargos sociais de seus funcionários e familiares. Devido a isso, essas empresas operavam em déficits constantes, recebendo dos bancos empréstimos mesmo que os riscos se

apresentassem altos. Graças ao fato de que os bancos não priorizavam a dinâmica de mercado, foi evitada uma falência generalizada e abrupta das empresas estatais no período de transição econômica.

Em meados da década de 1980 até 1996, há a emergência de novas instituições financeiras e instituições bancárias de capital misto que tinham como peculiaridade não estarem sujeitas ao Plano de Crédito. Ao conjunto de onze bancos com maior autonomia em relação ao planejamento estatal macroeconômico chamou-se *Joint Stock Commercial Banks* (JSCBs). Atuavam com critérios mercadológicos, atendendo principalmente às empresas privadas pequenas e médias, abrindo novas possibilidades e diversificando o sistema financeiro chinês.

Na década de 1990, consolidaram-se instituições financeiras não bancárias, como as cooperativas de crédito que, mais tarde, dariam lugar aos *city commercial banks*. Também, as *Trust Investment Companies* (TIC), surgiram dividindo-se em dois tipos: um orientado para captar recursos externos e outro para financiamento de longo prazo via emissão de bônus ou por fundos de cotistas. Além das cooperativas e das TICs, obtiveram autorização para funcionamento empresas financeiras ligadas a grupos industriais, empresas de *leasing*, empresas de classificação de risco e corretoras de ações.

A bolsa de valores na China teve seu início na década de 1980, com a organização do mercado de capitais e o lançamento dos primeiros títulos corporativos e públicos, sempre sob tutela do Estado. Em 1990, o governo chinês autorizou a criação das bolsas de valores de Xangai e Shezhen. A permissão para aquisição foi dada inicialmente aos investidores domésticos e depois aos estrangeiros. Progressivamente, empresas foram autorizadas a abrirem seu capital em bolsas de outros países. Isso sucedeu de modo controlado, parcial e gradual, com o objetivo de atrair investidores estratégicos que trouxessem novas tecnologias e práticas administrativas. O principal acionista das agências listadas era o próprio Estado, evidenciando que, embora adquirisse características comuns às economias capitalistas, o sistema financeiro chinês permanecia dando primazia ao controle estatal.

Em 1994, foram criados os primeiros bancos de desenvolvimento chineses, os *policy banks*, com a função de direcionar recursos para setores estratégicos, com

projetos de investimento de longo prazo de maturação. Voltaram-se à infraestrutura, agricultura e exportação e importação de bens de capital. Concomitantemente, os *Big Four* foram conquistando legalmente maior autonomia em relação ao planejamento central, tornando-se bancos estatais comerciais. O primeiro banco privado foi aberto em 1996.

O desenvolvimento do mercado de capitais chineses, até 2001, seguiu o ritmo de aprofundamento das privatizações que tiveram início em 1998. Isso se deu concomitantemente à consolidação das medidas regulatórias, tendo a *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) sido incumbida da supervisão e regulação desse mercado. Em 2001, a China entrou para a Organização Mundial do Comércio (OMC), sendo obrigada a seguir certas exigências para a abertura de sua economia.

Com o intuito de viabilizar essa adequação, em 2003, foi realizada a Segunda Conferência Nacional Financeira, para conferir estabilidade e competitividade ao sistema bancário. A *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) tornou-se o órgão regulador específico para a atividade bancária. Gradualmente, os bancos estatais foram abrindo seus capitais, de modo planejado e estratégico.

Ao longo da década de 2000, houve aumento das instituições financeiras em geral, bancárias e não-bancárias, refletindo grande expansão creditícia. Em 2006, bancos estrangeiros receberam autorização para operar em moeda local. O Plano de Crédito foi abandonado em 1998 e instrumentos indiretos de política monetária foram estabelecidos no processo de liberalização da taxa de juros, como o mecanismo de compulsório e as operações de *open market*. O PBOC, desde então, define as diretrizes da política monetária em conjunto com a diretoria das principais instituições bancárias, seguindo o modelo de janela de orientação, ainda que a maior parte desses bancos tenha capital aberto com participação de investidores estrangeiros.

Com esse resumo de fatos, demonstrou-se como o sistema financeiro chinês foi evoluindo no sentido de atender às mudanças econômicas realizadas no país, entre 1978 e 2008. O Plano de Crédito e a extrema centralização das atividades bancárias refletia a forte planificação da economia chinesa, sob a qual assentavam-se objetivos de cunho estratégico para o desenvolvimento do país, até 1998. A partir

deste ano, inicia-se uma reestruturação financeira implementada de modo controlado e gradual, mas com tom liberalizante. Apesar disso, o PBOC não se tornou um Banco Central nos moldes ocidentais. Segundo Wray (2014), conta com uma variedade de instrumentos de política e possui amplo controle sobre os bancos. A internacionalização da economia chinesa pode ser percebida na organização do mercado de capitais, nas privatizações, no gradativo aumento da participação estrangeira, na adesão a padrões internacionais de avaliação de risco e de regulamentação e na adoção de instrumentos indiretos para intervenção na economia.

O ano de 2008 inaugura uma nova fase para a inserção chinesa no SMI. A Crise do *Subprime*, originada da desregulamentação sobre o capital financeiro dos EUA, desencadeou uma crise global transmitida através do SMI aos países periféricos. A supremacia do dólar, como moeda-chave desse sistema, voltou a ser fortemente questionada e a RPC tomou a dianteira das críticas e da busca por alternativas.

Em abril de 2009, por ocasião da cúpula dos países do G20, os chineses defenderam a ideia de “uma moeda de reserva supra-soberana que seria desconectada das nações individuais e de suas questões internas” (PRUDHOMME, 2009, tradução nossa). À época, a RPC já era a maior credora dos EUA, com reservas que superavam 2 trilhões de dólares e títulos do tesouro americano no patamar de 800 bilhões (PRUDHOMME, 2009). Desse fato decorre a especial preocupação com as flutuações da moeda americana, uma vez que desvalorizam seus ativos.

Ao longo de uma década, a resposta chinesa desdobrou-se em uma série de ações, indicando que seus dirigentes identificaram a relação intrínseca entre o lugar ocupado por sua moeda na ordem monetária internacional e sua soberania econômica. Tais ações representam, portanto, os esforços da RPC em administrar a transformação de sua posição geoeconômica através de estratégias que poderiam elevar sua moeda a um status internacional condizente com a robustez de seu desenvolvimento.

Conquanto o país figure como segunda maior economia global, sua moeda ainda ocupa um lugar marginal no SMI. Em vista disso, o projeto de

internacionalização do RMB tomou corpo e foi sendo implementado por meio de várias medidas, como a realização de acordos de *swaps* cambiais, a pressão para a inclusão do RMB na cesta de moedas do FMI e o estabelecimento de um novo conjunto de instituições econômicas de contrapeso ao FMI, ao Banco Mundial e ao Banco Central Europeu.

Além disso, a RPC anunciou, em 2013, a iniciativa *One Belt One Road* (OBOR), também conhecida como Nova Rota da Seda, que promete ser o maior conjunto de obras da história da humanidade. Inclui obras como portos, ferrovias, rodovias, oleodutos, gasodutos, usinas e parques industriais, envolvendo 65 países que compreendem 60% da população mundial. O anúncio foi feito pelo governo chinês com ênfase em uma comparação entre o excesso de capacidade de produção industrial nacional e a crise de superprodução que acarretou a Grande Depressão da década de 1930 e precipitou a Segunda Guerra Mundial. Isso deixou claro a necessidade expansiva que tem conduzido a política externa chinesa. (TSUI et al, 2017, p. 36)

A iniciativa é considerada a terceira onda de abertura chinesa após o estabelecimento das Zonas Econômicas Especiais, na segunda metade da década de 1970, e a entrada na Organização Mundial do Comércio, em 2001. Entre as motivações que alçam o projeto<sup>4</sup> está a estratégia geoeconômica para que a moeda chinesa alcance o status de moeda de reserva internacional. Segundo uma pesquisa feita pelo *Asian Banker* em parceria com o *China Construction Bank* (THE ASIAN BANKER, 2018, p.20), a iniciativa OBOR é considerada por companhias e instituições financeiras a estratégia que resultará no maior impacto no sentido de estender o alcance global do RMB.

Em meados dos anos 2010, a reestruturação financeira da China deu um novo salto em direção ao estabelecimento de instituições transnacionais, principalmente em parceria com nações vizinhas e nações emergentes. Houve a criação do Banco de Desenvolvimento do BRICS (2014), o Fundo da Rota da Seda

---

4 Outras motivações por trás do OBOR são: reduzir os custos de transporte no comércio com a região, encontrar oportunidades de investimento externo para as empresas chinesas que se expandiram com o *boom* de construção doméstico, assegurar fornecimento energético para o país que é o maior consumidor mundial de energia, gerar maior demanda pelos produtos e serviços chineses. (DJANKOV, 2016, p.37)

(2014), o *BRICS Contingent Reserve Arrangement* (2015), o *Cross-border Interbank Payment System* (2015) e o *Asian Infrastructure Investment Bank* (2015). Este último conta também com a participação da França, do Reino Unido, da Alemanha e da Itália e marca o primeiro momento, desde antes de Bretton Woods, em que os EUA foram excluídos de uma estrutura financeira internacional de relevância. TSUI et al (2017, p.41-42) avaliam que a deserção de importantes aliados americanos nessa ocasião é uma das evidências crescentes de que os interesses da Europa e dos EUA encontraram contradições insuperáveis, criando um espaço para a aproximação chinesa.

Em 2016, o FMI incluiu o RMB em sua cesta de Direitos Especiais de Saque<sup>5</sup>, elevando seu status como moeda emergente para negociação forex. Naquele mesmo ano, o *Direct Interbank Bond Market* da China, ligado ao PBOC, criou um esquema mais direto para investir no mercado de títulos da China, que é o terceiro maior do mundo. Outro fato que atesta a importância crescente do RMB foi o anúncio pela Alemanha de incluí-lo nas reservas do *Deutsche Bundesbank*, no início de 2018. Em abril deste ano, na Conferência Anual do Fórum Boao para a Ásia, o presidente Xi Jinping anunciou que a China ampliará significativamente o acesso ao mercado, e o presidente do PBOC, Yi Gang, anunciou medidas e prazos da nova abertura do setor financeiro (THE ASIAN BANKER, 2018). Reformas para a conversibilidade da conta capital e flexibilização da taxa de câmbio vêm ocorrendo com o relaxamento gradual de uma série de restrições, como apontam os relatórios da *Renmin University* e da *Asian Banker* (THE ASIAN BANKER, 2018; INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE, 2017).

#### 4.2 A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB

No final da década de 1980, o economista Hu Dinghe publicou o artigo “A Descoberta da Internacionalização do RMB”, indicando o princípio desse processo na região (YU; CAO, 2015). Seguiram-se, ao longo das décadas, outras pesquisas

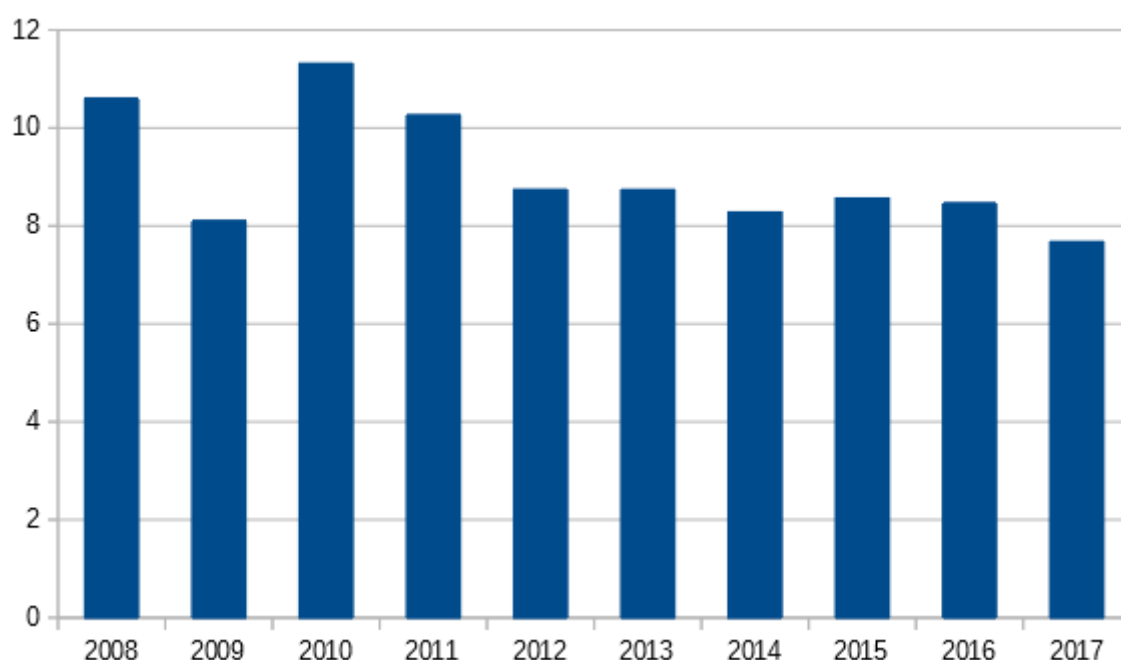
---

<sup>5</sup> Os Direitos Especiais de Saque são uma moeda usada entre os bancos centrais dos países membros do FMI. Criados em 1969, consistem de uma cesta de quatro moedas, quais sejam, dólar, euro, iene e libra. O RMB tornou-se a quinta moeda dessa cesta em 2016. Sua cotação é a média ponderada das cotações dessas moedas na Bolsa de Londres.

acadêmicas no país estudando sua viabilidade e necessidade. Em 2006, o PBOC publicou um artigo chamado “*The Timing, Path and Strategies of RMB Internationalization*”. Apesar dos debates sobre a internacionalização do RMB serem precedentes, a literatura assinala que o projeto foi concebido como resposta à Crise de 2008 (HUANG; WANG; FAN, 2014, p.3; TORRES FILHO; POSE, 2017, p.17; TSUI et al., 2017, p.39). Seu intuito é eminentemente defensivo no sentido de reduzir a dependência com relação ao uso do dólar e proteger as relações comerciais chinesas da instabilidade do SMI. (TORRES FILHO; POSE, 2017, p.4)

Utilizando o alicerce teórico fornecido no segundo capítulo deste trabalho, avaliemos a posição em que a RPC se encontra para a implementação do projeto expansivo do RMB. O peso global da economia chinesa pode ser medido observando a participação da sua taxa anual de crescimento em relação à taxa anual mundial. O (GRÁFICO 1) a seguir apresenta esses dados em evolução, no período compreendido entre 2008 e 2017:

GRÁFICO 1 - PARTICIPAÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DA RPC NA TAXA DE CRESCIMENTO MUNDIAL (2008 - 2017)



Fonte: UNCTADstat - Elaboração própria

Observa-se que o peso da economia chinesa tem sido significativo no total global, com uma média histórica de 9%. O PIB é o segundo maior do mundo, tendo atingido o patamar de 12 trilhões de dólares em 2017, cerca de 63% do PIB americano que lidera o ranking (WORLD BANK, 2018). Sua economia é também a segunda maior do mundo em recebimento de fluxos de IDE (UNCTADstat, 2018). A RPC é a maior exportadora de bens e serviços do mundo (UNCTADstat, 2018). Nos últimos anos, a média de inflação anual tem se mantido próxima dos países emissores de moedas centrais (TORRES FILHO; POSE, 2017).

O capítulo 3 apresentou informações que indicam que os mercados financeiros chineses têm tamanho expressivo e encontram-se em processo de aprofundamento. Nessa seção também foi possível vislumbrar que, no âmbito das relações internacionais, a RPC tem liderado a constituição de novas instituições, além de participar de várias outras, como o Conselho de Segurança da ONU.

Considerando os aspectos teóricos discutidos no capítulo 2, pode-se afirmar, portanto, que a moeda chinesa reúne as condições econômicas e políticas requeridas para se tornar internacional. Avaliemos em que estado esse processo se encontra através do Índice de Internacionalização do RMB, publicado anualmente desde 2014 pelo *International Monetary Institute*, da *Renmin University of China*. Os



cálculos desse indicador levam em consideração as atividades econômicas internacionais operadas em RMB no comércio de bens e serviços, bem como nas transações financeiras e na composição de reservas oficiais. Devido a essa abrangência, representa uma mensuração do desempenho das três funções monetárias.

TABELA 1 - ÍNDICE DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE MOEDAS (2014 – 2016)

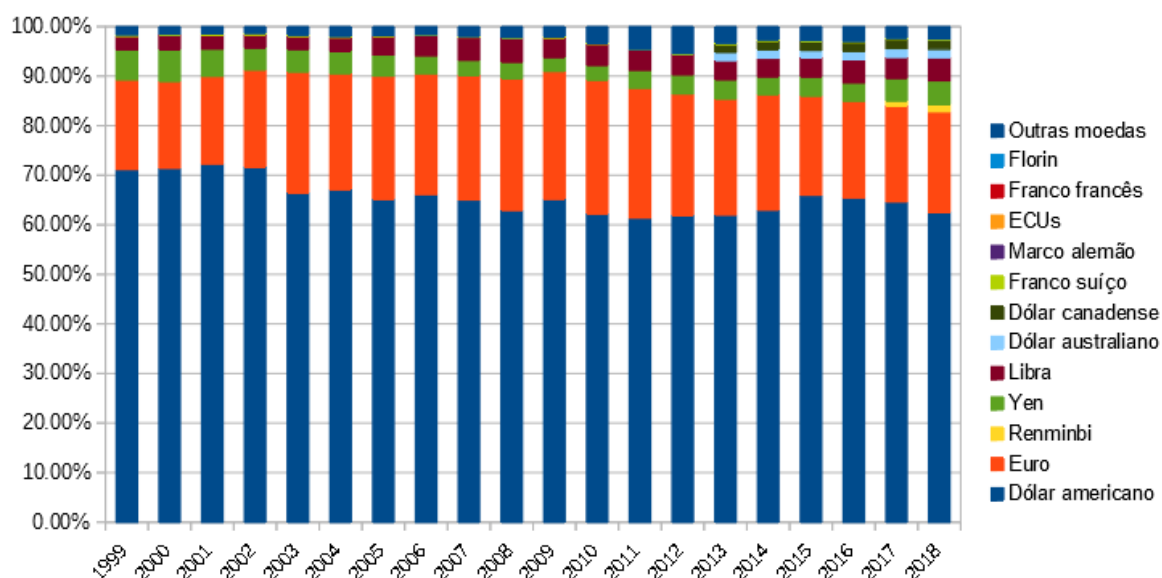
Moeda	1 bim/2015	2 bim/2015	3 bim/2015	4 bim/2015	1 bim/2016	2 bim/2016	3 bim/2016	4 bim/2016
Dólar americano	55,33	54,47	53,46	53,55	53,94	56,38	55,34	54,02
Euro	22,13	21,5	24,38	23,7	23,93	20,53	22,78	24,57
Libra esterlina	2,76	3,96	4,1	5,57	4,55	4,04	4,1	5,5
Yen	4,05	4,04	3,94	4,04	4,02	4,14	4,64	4,26
Renminbi	2,39	2,73	3,91	3,21	2,65	3,03	2,78	2,26

Fonte: International Monetary Institute, Renmin University of China (2017)

Embora o RMB encontre-se entre as cinco moedas com maior grau de internacionalização, seu índice apresenta valores pequenos. Ademais, a distribuição dos valores entre as moedas se mostra bastante díspar. A mesma situação é verificada no gráfico a seguir.

O (GRÁFICO 2) apresenta a composição das reservas oficiais mundiais em evolução histórica, entre 1995 e o primeiro quartil de 2018. É um indicador do grau de importância das moedas na economia mundial, mas sobrepesa sua função como instrumento de entesouramento. O dólar participa em média com 66% do total e o euro com 22%. O RMB só começou a ser individualmente considerado pelo FMI a partir de 2017, quando passou a apresentar uma participação superior a 1%. O franco suíço e o yen, embora não sejam amplamente usados como meio de pagamento no plano internacional, cumprem bem sua função de reserva de valor e, por isso, costumam figurar nas reservas oficiais.

GRÁFICO 2 - COMPOSIÇÃO MONETÁRIA DAS RESERVAS OFICIAIS MUNDIAIS (1995 - 2018)



Fonte: IMF Data, 2018 - Elaboração própria

Na perspectiva regional, a hipótese de surgimento de um bloco de RMB na Ásia foi testada por Kawai e Pontines (2014) através de modelagem econométrica. Avaliam duas possibilidades, quais sejam, da moeda ter se tornado uma âncora para estabilização de taxas de câmbio nessas economias e de ter alcançado o lugar de moeda mais importante das reservas nacionais. Sua conclusão é de que, a despeito do RMB ter aumentado sua participação nas cestas de moedas dos países do Leste asiático, não suplantou o dólar como moeda de reserva e de ancoragem na região.

Andrade & Cunha (2010) ressaltam que as mudanças de *status* internacional de moedas ocorrem de modo lento e passam pelo crivo de seus governos, ao contrapesarem os custos e benefícios do processo. Exemplificam os casos da Alemanha e do Japão, que tiveram oportunidades históricas de internacionalizar o marco e o yen, mas preferiram refrear seu decurso. Esse, porém, não é o caso da RPC.

Como temos demonstrado, o interesse pela internacionalização do RMB tem sido publicamente expresso pelos dirigentes da RPC. O que a literatura aponta, entretanto, é que esse interesse se choca com o objetivo de manutenção do ritmo de crescimento e desenvolvimento da economia (TORRES FILHO; POSE, 2017)

Apresentaremos a seguir um contraponto, afirmando que essa argumentação só se sustenta se a RPC mantiver o regime de câmbio administrado e vier a passar por uma escassez de divisas e que, sob a atual configuração, há espaço macroeconômico para que se mantenha crescendo. O ponto central do conflito reside nas contradições práticas entre liberalização da conta capital e o regime de câmbio administrado. Utilizando como referência Randall Wray (2012), busquemos compreender melhor essa questão.

Segundo o autor, nações com moeda própria (soberanas, no conceito de sua abordagem) podem comandar trabalho desempregado em sua moeda doméstica, aumentando o nível de emprego através de políticas macroeconômicas expansionistas. Porém, países com câmbio fixado ou administrado têm seu espaço reduzido para tanto, pois dependem do nível de reservas. Podem estimular o setor exportador, para geração dessas reservas, ou podem controlar os fluxos de capitais para preservar seu nível. Ainda, podem concentrar suas políticas de emprego e renda em setores que não pressionem as importações, como é o caso da política de substituição de importações. Para expandir o espaço de política doméstica no longo prazo, Wray (2012, p.216) recomenda evitar endividamento externo.

Historicamente, a RPC parece ter seguido essas premissas em seu processo de desenvolvimento. Ao estudar os padrões de investimento da economia chinesa, Medeiros (2013) reconhece que o *drive* do crescimento foi endógeno, puxado principalmente pelos investimentos. De acordo com o autor, desde o período de transição da estrutura produtiva de uma economia socialista para um sistema misto, o planejamento e a alocação dos investimentos foram sendo orientados diretamente, através das empresas estatais, e indiretamente, por meio de estímulo ao setor privado. Mesmo com a descentralização das decisões de investimento, que ocorreu à medida em que o sistema financeiro e bancário se tornava mais complexo e o capital privado aumentava sua participação na economia, o Estado manteve sua posição central na direção da alocação dos investimentos.

As fontes de financiamento do crescimento chinês foram majoritariamente internas, evitando endividamento externo. Os fluxos de investimento direto externo, mesmo crescentes ao longo do tempo, tiveram papel minoritário. As políticas monetária e fiscal tomaram sentido expansionista. A política cambial foi

administrada, com ancoragem no dólar americano, no sentido de servir como instrumento da estabilidade de preços, competitividade das exportações e proteção do mercado interno. A taxa de câmbio foi mantida desvalorizada para promover as exportações e conter as importações. (MEDEIROS, 2013)

A internacionalização de uma moeda exige liberalização dos fluxos de capitais e, por isso, o avanço do projeto do RMB demandará mudanças. Mas essas mudanças não significam, necessariamente, um impedimento para a continuidade da trajetória ascendente da economia. Alternativamente à combinação de um regime de câmbio administrado com controle de capitais, Wray (2012) recomenda a adoção de um regime cambial flutuante. A característica desse tipo de regime é de que o governo não precisa se preocupar com o nível de reservas pelo fato de que não precisa fazer qualquer conversão. Porém, na prática, a manutenção de reservas e a conversão ocorrem para preservar as instituições financeiras. Tais conversões são realizadas a taxas de câmbio a preços correntes de mercado. Alguma intervenção para influenciar essas taxas pode ser feita pelo governo, sem garantia de resultado e de modo discricionário. (WRAY, 2012, p.151)

Em um regime de câmbio fixo ou administrado, o governo deve utilizar políticas para manter a taxa de câmbio. Wray (2012, p. 151-152) considera que o regime flutuante permite maior espaço para que o governo persiga seus objetivos de política macroeconômica, uma vez que não depende do acúmulo de reservas. Suas observações para a China, entretanto, são outras.

Wray publicou o artigo “*Options for China in a Dollar Standard World: A Sovereign Currency Approach*” (2014), sob encomenda da RPC intermediada pelo *Asian Development Bank* e em coautoria com Xinhua Liu, da *Shaanxi Normal University*. O artigo tem como intuito averiguar as opções de política monetária e fiscal disponíveis para o país. O autor afirma que o governo central chinês administra um Estado soberano e, portanto, pode sustentar o desenvolvimento da economia através de gastos realizados em sua própria moeda fiduciária. Não significa, contudo, que deva gastar demasiadamente. Ademais, seu *status* de soberania permite ao PBOC determinar a taxa de juros.

Assevera que o uso internacional do RMB será crescente, podendo inclusive substituir o dólar como a mais importante moeda global. Contudo, ressalta que uma

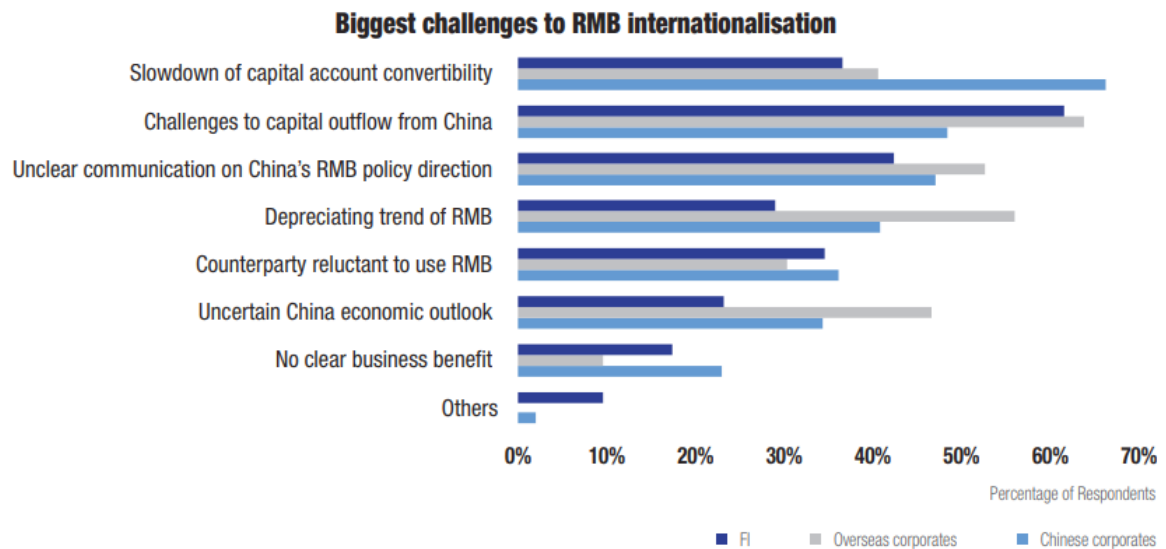
política de internacionalização da moeda exigiria que a RPC abrisse substancialmente seus mercados de capitais, fornecesse moeda suficiente para alimentar o comércio global, por meio de déficits na conta corrente ou de empréstimos internacionais e, também, que assumisse responsabilidade por instituições financeiras externas. Exemplifica com os trilhões de dólares que o FED precisou injetar na economia mundial por conta da crise recente. Com os atuais superávits na conta corrente e o controle sobre fluxos de capitais, afirma que a China não conseguirá levar a cabo o projeto de internacionalização do RMB.

Ao analisar a situação do SMI que, em sua opinião, está prestes a sofrer uma nova crise global, Wray não recomenda a completa liberalização dos mercados de capitais nem a flutuação do câmbio. As enormes reservas de dólares são suficientes para garantir amplo espaço de política macroeconômica doméstica, mesmo com a administração da taxa de câmbios. Para o autor, uma abertura excessiva do mercado de capitais tiraria a RPC de uma relativa proteção contra “os mesmos tipo de abusos que criaram crises na maior parte do mundo Ocidental depois de 2008” (WRAY; LIU, 2014, p.7).

Não sabemos se os *policy makers* chineses acatarão as orientações do relatório mas, no momento, a pressão para uma aceleração da conversibilidade da conta capital é relatada. Uma pesquisa conduzida com representantes de empresas e instituições financeiras apontou que a morosidade da liberalização é vista como o maior desafio para a internacionalização do RMB. (THE ASIAN BANKER, 2018)

O (GRÁFICO 3) é o resultado de uma pesquisa de opinião realizada com 230 companhias na China, 116 em outros países e 52 instituições financeiras. Os demais fatores apontados como desafiadores à internacionalização do RMB foram, respectivamente: a saída de capitais, a falta de clareza na comunicação sobre a direção da política sobre a moeda, a tendência depreciativa do RMB, a relutância da contraparte das transações em utilizar o RMB e a ausência de claras vantagens para o negócio.

GRÁFICO 3 - OS MAIORES DESAFIOS PARA A INTERNACIONALIZAÇÃO DO RMB



Fonte: The Asian Banker, 2018

Para He et al (2015), para ser amplamente utilizado no plano internacional, o RMB deveria ser mais fortemente comercializado nos EUA e na Grã-Bretanha, contudo, os autores não consideram que isso seja viável sem relaxamento significativo nas restrições nos movimentos de capitais.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em um artigo sobre desenvolvimento no Brasil, Tavares e Belluzzo (2002, p. 149) introduzem seu texto com a seguinte crítica: muitas discussões sobre as profundas transformações internacionais da época utilizavam um conceito vago de globalização e debatiam a inserção internacional do país seguindo uma doutrina neoliberal. Melhorar a inserção externa significava, nessa abordagem, liberar os mercados. Tomamos a crítica emprestada para lançar um olhar sobre o processo de internacionalização do RMB que vai além de questões funcionais relativas às moedas e aos mercados e enfatiza a natureza das moedas modernas e o papel dos Estados. Estudar a inserção externa, da ótica financeira, significa observar o modo como cada nação vem respondendo, mais ou menos passivamente, às pressões liberalizantes do capital monetário globalizado. Esse capital, por sua vez, não pode ser compreendido senão através da configuração do Sistema Monetário Internacional, especificamente em sua fase pós-Bretton Woods.

A inserção externa chinesa saiu do isolamento marcado pela economia fechada e amplamente planejada de meados da década de 1970, para uma abertura gradual e controlada, acompanhada por altas taxas de crescimento que alçaram o país para uma posição de destaque no sistema mundo. Nesse sistema, a competição entre nações apresenta uma frente no âmbito monetário. Assim, o projeto de internacionalização do RMB expressa a tendência expansiva da China no globo. Porém, como argumentamos, essa expansão não toma a forma de enfrentamento à moeda-chave, mas de resistência à posição periférica no SMI.

Tal resistência passa a crescer após a Crise de 2008, uma vez que a resposta do FED de injetar liquidez na economia mundial teve como consequência a desvalorização do dólar. O impacto dessa política sobre a China foi, principalmente, de redução do valor de seus ativos, pois detém massiva quantidade denominada em dólares. Nesse contexto, os líderes chineses passaram a buscar formas de diminuir a dependência de sua economia em relação à moeda americana. A internacionalização do RMB faz parte das estratégias defensivas contra as turbulências do SMI.

Um dilema se levanta quando observamos com mais atenção essa conjuntura. Para levar a cabo um projeto ativo de internacionalização do RMB, a China precisa seguir com a liberalização de seus fluxos de capitais, pois o processo de desregulamentação e desintermediação financeira chinesa está longe de completar-se. Esse novo passo rumo à abertura econômica, contudo, traria juntamente com a mobilidade dos capitais de curto prazo a instabilidade característica da globalização financeira. Por isso, a melhor resposta parece encontrar-se no meio: conquanto possa contar com níveis seguros de reservas, a China pode manter-se relativamente protegida de uma crise mundial eminente.

Como demonstramos, o interesse pela internacionalização do RMB tem sido publicamente expresso pelos dirigentes da RPC. O que a literatura aponta, entretanto, é que esse interesse se choca com o objetivo de manutenção do ritmo de crescimento e desenvolvimento da economia. Pudemos apresentar uma crítica à essa visão, com base na abordagem da nação soberana de Randall Wray. Segundo essa abordagem, nem dentro do atual regime de câmbio administrado com controle de capitais, tampouco na perspectiva de mudança para um regime cambial flutuante e liberalização da conta capital, o espaço macroeconômico dos *policy makers* chineses seria insuficiente para conduzir o crescimento. Ainda assim, a situação relativamente fechada da economia chinesa deve ser mantida e, como consequência, a internacionalização da moeda do povo deverá seguir o ritmo lento.



## REFERÊNCIAS

- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 11-20, dez. 1995. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643205>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- CARDOSO DE ANDRADE, Luíza M.; CUNHA, André. A diplomacia do iuane : breves comentários sobre a internacionalização financeira da China (parte I – aspectos teóricos). **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 23, n. 06, p. 15-28, dez. 2010. Disponível em: <<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/23%20Capa/Luiza%20Cardoso%20de%20Andrade%20-%20Andre%20Moreira%20Cunha.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- CARNEIRO, Ricardo. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 4, p. 539-556, dez. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v28n4/v28n4a01.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- CARVALHO, Miguel Henriques de. **A Economia Política Do Sistema Financeiro Chinês (1978-2008)**. 2013. 196 p. Dissertação de Mestrado (Programa de Pós Graduação em Economia Política Internacional)- Instituto de Economia, UFRJ, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/Dissertacao\\_Miguel\\_Henriques\\_de\\_Carvalho.pdf](http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pepi/dissertacoes/Dissertacao_Miguel_Henriques_de_Carvalho.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- CHESNAIS, François. O Movimento Próprio da Mundialização Financeira. In: CHESNAIS, François. **A Mundialização do Capital**. 1. ed. São Paulo: Xamã, 1996. cap. 10, p. 239-271.
- COHEN, Benjamin J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. **Open Economies Review**, California, v. 33, n. 1, p. 13-31, out. 2011. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s11079-011-9216-2>>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- DAVIDSON, Paul. Reforming The World's International Money. **Journal of Post Keynesian Economics**, New York, p. 1-25, nov. 2008. Disponível em: <[http://www.i-re.org/docs/c\\_\\_users\\_ire\\_desktop\\_reforming\\_the\\_world\\_s\\_international\\_money.pdf](http://www.i-re.org/docs/c__users_ire_desktop_reforming_the_world_s_international_money.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2018.
- DJANKOV, Simeon. The Rationale Behind China's Belt and Road Initiative. **International Economic Prospects**, Washington, p. 36-39, mar. 2016.
- EICHENGREEN, Barry. Domínio. In: EICHENGREEN, Barry. **Privilégio Exorbitante**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. cap. 3, p. 39-67.

FEIGE, Edgar L. New estimates of U.S. currency abroad, the domestic money supply and the unreported Economy. **Munich Personal RePEc Archive**, Munique, n. 34778, p. 1-35, nov. 2011. Disponível em: <[https://mpira.ub.uni-muenchen.de/34778/1/MPRA\\_paper\\_34778.pdf](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/34778/1/MPRA_paper_34778.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2018.

FIORI, José Luís. A nova geopolítica das nações e o lugar da Rússia, China, Índia, Brasil e África do Sul. **Oikos**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p. 77-106, dez. 2007. Disponível em: <<http://www.revistaokos.org/seer/index.php/oikos/article/viewArticle/10>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

HE, Qing et al. The Geographic Distribution of International Currencies and RMB Internationalization. **BIFIT Discussion Papers**, Helsinki, n. 20, p. 3-32, jun. 2015. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056015001653>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

HUANG, Yiping; WANG, Daili; FAN, Gang. Paths to a Reserve Currency: Internationalization of the Renminbi and Its Implications. **ADB Working Paper/ Asian Development Bank Institute**, Tokyo, n. 482, p. 3-30, maio. 2014. Disponível em: <<https://www.adb.org/publications/paths-reserve-currency-internationalization-renminbi-and-its-implications>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE (China). Renmin University Of China. **RMB Internationalization Report 2017: Strengthen the Financial Transaction Function of RMB**. 1702. ed. Renmin, 2017. 42 p. Disponível em: <<http://www.imi.org.cn/en/wp-content/uploads/2017/07/%E3%80%90IMI-Research-Report-No.-1702-EN%E3%80%91RMB-Internationalization-Report-2017-Press-Release.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2018.

KAWAI, Masahiro; PONTINES, Victor. Is there really a renminbi bloc in Asia?. **ADB Working Paper/ Asian Development Bank Institute**, Tokyo, n. 467, p. 1-43, fev. 2014. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560615002090>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

MEDEIROS, Carlos Aguiar de. Padrões de investimento, mudança institucional e transformação estrutural na economia chinesa. **Padrões de Desenvolvimento Econômico (1950-2008)/ Centro de Gestão e Estudos Estratégicos**, Brasília, v. 2, p. 435-486, jan. 2013. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/300420154820\\_7\\_Medeiros\\_2013\\_Padro771esdeinvestimentoemudanc807aestruturalFINAL.pdf](http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/300420154820_7_Medeiros_2013_Padro771esdeinvestimentoemudanc807aestruturalFINAL.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2018.

PRATES, Daniela M. As Assimetrias do Sistema Monetário Internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 263-288, ago. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v9n2/v09n02a02.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antônio Macedo. Keynes e a Hierarquia das Moedas: Possíveis Lições para o Brasil. **Texto para Discussão - IE/UNICAMP**, Campinas, n. 137, p. 1-30, out. 2007. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1767&tp=a>>. Acesso em: 08 nov. 2018

PRUDHOMME, Cécile. Dollar : une domination contestée, mais pas menacée. **Le Monde: Economie**. 09 nov. 2009. Disponível em: <[https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/11/09/une-domination-contestee-mais-pas-menacee\\_1264536\\_3234.html?xtmc=chine\\_dollar&xtcr=10](https://www.lemonde.fr/economie/article/2009/11/09/une-domination-contestee-mais-pas-menacee_1264536_3234.html?xtmc=chine_dollar&xtcr=10)>. Acesso em: 10 ago. 2018

SERRANO, Franklin. Do Ouro Imóvel ao Dólar Flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2, p. 237-253, dez. 2002. Disponível em: <<http://www.excedente.org/wp-content/uploads/2014/11/03-Serrano.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

TAVARES, Maria da Conceição. A Retomada da Hegemonia Norte-Americana. In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (Org.). **Poder e Dinheiro**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1997. cap. 1, p. 27-53.

TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. Desenvolvimento no Brasil: Relembrando um velho tema. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo; MUSSI, Carlos (Org.). **Políticas para a Retomada do Crescimento**. 1. ed. Brasília: IPEA, 2002. cap. 5, p. 149-184. Disponível em: <[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1558/S338981B587\\_pt.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1558/S338981B587_pt.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>. Acesso em: 08 nov. 2018

THE ASIAN BANKER. **Renminbi Internationalisation Report 2018**: Optimism Towards “Belt and Road” Raises Cross-border Use of RMB. Singapura, 2018. 43 p. Disponível em: <<http://www.theasianbanker.com/assets/media/The-Asian-Banker-RMB-Internationalisation-Report-2018.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2018

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; POSE, Mirko. A Internacionalização Da Moeda Chinesa: Disputa Hegemônica Ou Estratégia Defensiva?. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 1-23, out. 2017. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v22n1/1415-9848-rec-22-01-e182215.pdf>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

TSUI, Sit et al. One Belt, One Road: China's strategy for a new global financial order. **Monthly Review**, New York, v. 68, n. 8, p. 36-45, jan. 2017. Disponível em: <[http://commons.ln.edu.hk/sw\\_master/6425/](http://commons.ln.edu.hk/sw_master/6425/)>. Acesso em: 08 nov. 2018

WRAY, L. Randall. Senhoriagem ou Soberania?. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2, p. 193-211, dez. 2002. Disponível em: <<https://docs.google.com/viewerng/viewer?>

url=<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/viewFile/8643079/10631>>. Acesso em: 08 nov. 2018.

WRAY, L. Randall. Moeda e Tributos: A Abordagem Cartalista. In: WRAY, L. Randall. **Trabalho e Moeda Hoje**. 1. ed. Rio de Janeiro: UFRJ/ Contraponto, 2003. cap. 2, p. 37-58.

WRAY, L. Randall. Spending by Issuer of Domestic Currency. In: WRAY, L. Randall. **Modern Money Theory**. 1. ed. New York: Palgrave Macmillan, 2012. cap. 2, p. 39-75.

WRAY, L. Randall; LIU, Xinhua. Options for China in a Dollar Standard World: A Sovereign Currency Approach. **The Levy Economics Institute Working Paper Collection**, New York, n. 783, p. 1-76, jan. 2014. Disponível em: <[http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_783.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_783.pdf)>. Acesso em: 08 nov. 2018.

YU, Jianqiu; CAO, Zhe. The Analysis and Forecast of RMB Internationalization on One Belt and One Road. **International Business and Management**, Canadá, v. 10, n. 3, p. 137-141, dez. 2015. Disponível em: <<http://www.cscanada.net/index.php/ibm/article/view/6996>>. Acesso em: 08 nov. 2018.